

# 沃尔德并购重组的动因与绩效分析

汪帅 刘庆玲 窦富瀚

青岛恒星科技学院, 山东青岛, 266100;

**摘要:**近年来,在国家政策引导与产业升级的双重驱动下,并购重组已成为上市公司优化资源配置、实现战略转型的重要工具,上市公司通过并购重组实现战略升级也已成为资本市场的热点。本文以沃尔德并购案例展开研究,介绍此次并购重组双方的基本情况以及交易过程,对沃尔德并购绩效进行分析,根据此次并购案例提出相关的建议,为其他制造业上市公司设计并购重组方案提供实践启示。

**关键词:** 公司并购; 并购动因; 并购绩效

**DOI:** 10.64216/3080-1486.25.06.012

## 引言

在后疫情和提倡国内经济大循环的时代背景下,经济的不确定性使得各行业面临着洗牌的风险,国内资本市场的竞争亦愈演愈烈,企业为了实现可持续发展和提升自身竞争力,进行并购重组不仅能够优化企业的资源配置,还能助力企业实现战略转型与升级。沃尔德通过“70%股权+30%现金”的方式并购鑫金泉事项不仅涉及到企业间的资源整合与业务拓展,还对沃尔德的市场地位、财务状况以及未来发展战略产生了深远影响。分析研究此次并购重组的动因,有助于揭示企业在战略布局和市场竞争中的考量;评估其并购重组的效果,则可以为未来企业的发展提供经验借鉴,也为行业内其他企业的并购重组决策提供参考。

## 1 沃尔德并购重组案例概况

### 1.1 并购双方基本情况

北京沃尔德金刚石工具股份有限公司创立于2006年,国家高新技术企业、北京民营企业中小百强、北京市诚信创建企业、北京市共铸诚信企业,于2019年7月22日在上海证券交易所科创板上市,公司专注于超高精密、高精密刀具及超硬材料制品的研发、生产和销售业务,刀具业务定位于全球高端刀具市场,是国内优秀的刀具综合方案提供商,为客户提供涵盖超硬、硬质合金、金属陶瓷材料的刀具产品;金刚石功能材料业务定位于全球高端新材料市场,是国内少数能够掌握CVD法三大制备工艺的公司之一。

深圳市鑫金泉精密技术股份有限公司成立于2012年11月,总部位于深圳龙华,公司专注于中高端精密刀具的研发、生产与销售,是国家高新技术企业,拥有37项刀具类专利和11项软件著作,其核心技术包括超硬刀具的多材质复合加工工艺,技术水平处于国内领先地位,尤其在3C行业精密加工领域具有显著优势。

### 1.2 沃尔德并购重组具体安排

#### (1) 支付方案

在此次并购案例中,沃尔德采取的是以“股份+现金”差异化的方式,即支付方式为“70%股份+30%现金”。30%现金支付主要是为满足股东流动性需求部分股东因存续期限限制需快速退出,70%股份支付采取了股份锁定分层解锁的方式进行保障本次交易安全顺畅运行。

#### (2) 分层业绩承诺

鑫金泉承诺2021-2024年扣非净利润累计不低于2.19亿元,该业绩承诺与上述股份锁定相挂钩,股份锁定成为业绩承诺的强制背书。股价的表现与业绩承诺相向而行,这样对交易双方来说不仅避免了双方的信用风险,而且有利于双方财富的增长,属于双赢的局面。

#### (3) 超额奖励与盈利质量约束

本案例中约定若超额完成承诺且满足业绩承诺期内经营性现金流净额合计超2亿元、2024年末应收账款占营收比例 $\leq 50\%$ 的条件,超额利润的50%奖励管理团队。奖励金额上限为交易总价的20%,可以达到激励团队与防范财务风险的目的。

## 2 沃尔德并购重组动因分析

### 2.1 行业整合需求

沃尔德对鑫金泉的并购重组,本质上是基于国内刀具行业分散化竞争格局、进口替代需求迫切以及政策导向下的战略性整合。通过横向并购实现资源集中与协同,从而提升行业地位、优化竞争格局。超硬材料工具行业存在行业整合的需求,中国超硬刀具行业长期处于分散竞争状态,国内高端刀具市场二元分化比较严重,沃尔德与鑫金泉作为中高端精密刀具企业,通过整合可打破低端内卷、高端失守的行业格局,提升国产替代化率,符合高端制造国产替代趋势的潮流。

### 2.2 沃尔德扩张需求

随着国外厂商对中国市场的不断开发和国内优秀厂商的崛起，高端刀具产品市场竞争进一步加剧。沃尔德通过并购鑫金泉，可提升公司市占率，增强综合竞争力，更好地应对国内外同行的竞争。同时鑫金泉的产品能填补沃尔德在一些领域的空白，完善产品体系，使沃尔德在面对不同客户需求和市场竞争时，有更丰富的产品组合，提高市场竞争力。

### 2.3 鑫金泉独立 IPO 受阻

鑫金泉主营精密刀具业务，主要面向 3C 电子、汽车零部件等细分领域。尽管其加工精度、切削性能等方面技术已经达到行业先进水平，但所处市场空间比较有限，整体经营规模相对较小。在注册制的背景下，监管层更倾向于支持具备大规模市场空间或核心技术壁垒较高的企业上市融资，而细分领域企业易因市场关注度不足被质疑成长性不足，导致 IPO 的吸引力下降。

## 3 沃尔德并购重组绩效评价

### 3.1 短期绩效研究

本文采用事件研究法对企业在短期内发生的特定事件所造成的波动进行研究。在事件研究法中应先确定特定事件的发生日，通常是将企业发生重大事项的公布日做为事件发生日，然后确定适宜的事件窗口期与估计期，通过回归分析，完善模型公式，最后利用模型公式计算出窗口期内股票价格的预期正常收益率。根据预期收益率计算出企业在窗口期内的超额收益率 AR 和累积超额收益率 CAR，最后对 AR 值与 CAR 值进行分析，反应出并购事件对短期绩效所产生的影响。本文选择沃尔德发布公告当天前 5 个交易日和后 20 个交易日作为窗口期，选择窗口期的前 120 个交易日为估计期。



图 1 沃尔德并购案窗口期 AR 与 CAR 走势图

如图 1，在事件日发生前，超额收益率 AR 与累积超额收益率 CAR 整体呈现先增后减的趋势，随后在事件日当天，两者均出现了大幅度的增长，证明市场对沃尔德并购事项的反应比较积极，但不排除存在市场反应过度的行为。在事件日的后一天，两者均出现了大幅度的回调，超额收益率一度转为负值，这表明市场情绪在回归理性后对沃尔德并购事项持有怀疑的态度。超额累计收益率 CAR 在 T+1 天达峰值后回落至 10%左右并开始横盘震荡，可能因市场担忧高现金支付套现或业绩承诺的风险。超额累计收益率 CAR 在 T+10 天后再次上涨，维

持 10%-15%左右，表明市场初步消化了信息，对于沃尔德并购鑫金泉事项比较认可，认为并购将带来协同效应。本文对 CAR 进行了 t 检验，表明市场在短期内对沃尔德并购鑫金泉这一事件有着显著积极的反应。

### 3.2 长期绩效研究

本文在长期绩效研究中采用财务指标法，通过分析企业财务报表中的关键数据，计算一系列财务比率和指标，得以量化评估企业的财务状况。

#### (1) 偿债能力指标分析

偿债能力是衡量一个企业还债的能力，这一部分主要采用了流动比率、速动比率和资产负债率以及相关行业均值来考察沃尔德自 2019 年到 2023 年共 5 年的偿债能力变化情况。沃尔德这 5 年的资产负债率处于温和提升的态势，从 4.98% 升高至 10.18%，虽然资产负债率出现了整体翻番的状况，但沃尔德负债的总量却很低，远低于行业均值情况。2022 年在吸收了鑫金泉所有的负债的情况下，并且针对并购重组进行募集资金用于鑫金泉的项目建设，资产负债率仅较 2021 年提高了 1 个百分点，之所以资产负债率没有大幅提升，这主要得益于沃尔德在并购重组过程中采取了“股权+现金”的支付方式，其中发行股份占本次交易的 70%，而募集现金支付的部分仅 30%。沃尔德在并购重组过程中保持了高度审慎的财务策略，通过股权融资主导交易，避免大幅推高负债率。

沃尔德流动比率从 2019 年的 14.69 降至 2023 年的 5.39，降幅达 63.3%；速动比率从 13.66 降至 3.53，降幅达 74.2%。两者整体下降的幅度都比较大，由于在本次并购中存在 30% 的现金支付，这导致流动负债有所增加，配套融资中短期借款或应付账款有所上升，加之整合资源后生产规模有所提高，速动比率的降幅更大，也反映出存货规模的提升。

#### (2) 盈利能力指标分析

盈利能力主要考察的是企业创造利润的能力，企业获得利润越高，通常表明企业盈利能力越强。本文主要利用销售毛利率、净资产收益率和销售净利率来考察沃尔德并购前后盈利能力的变化情况。自 2019 年至 2023 年，沃尔德净资产收益率、销售毛利率和销售净利率整体出现下滑的迹象，其中净资产收益率下降幅度最大，降幅超 50%。沃尔德在并购鑫金泉之后并未改变其盈利能力下降的趋势，并购整合导致管理费用、融资成本上升，2022 年销售毛利率降至 46.21%，销售净利率跌至 14.90% 的谷底。净资产收益率在 2021 年短暂回升后持续下滑，反映资产周转率下降及权益乘数的降低。当然，由于 2019 年至 2022 年正处于疫情时期，疫情对沃尔德经营的影响亦不能忽视。而 2023 年销售净利率回升至 16.09%，可以看出沃尔德通过并购鑫金泉存在长期协同

的潜力,未来可通过集中采购和生产优化获取成本协同,通过市场扩展获取收入协同来改善销售毛利率和净资产收益率。

### (3) 营运能力指标分析

营运能力是企业日常经营活动中,有效管理和利用各项资产以产生收入和利润的效率与效果。本文主要从存货周转率、应收账款周转率和总资产周转率来考察沃尔德并购前后营运能力的变化情况。沃尔德总资产周转率2019-2021年小幅度波动,由0.28升至0.35,但2022年骤降至0.20,2023年再回升至0.28。2021年并购后资产规模扩大,但收入未同步增长,导致2022年总资产周转率显著下降;2023年总资产周转率出现回升反映了并购整合后资产效率有所提升。对于库存周转率,从2019年的2.84持续下降至2022年的1.16,2023年略回升至1.22。由于疫情的冲击,宏观经济增速放缓叠加市场需求疲软导致企业库存积压,库存周转率下降也是必然。此外,并购整合初期供应链效率下降或生产计划调整也对库存周转产生了一定的影响。从这三项指标来看,沃尔德的各项周转率均低于行业均值,尤其是存货周转率差距显著,需优先解决库存积压问题。但总资产周转率2023年回升速度快于行业,显示初并购整合的初步成效。

### (4) 成长能力指标分析

企业的成长能力衡量了企业未来的发展前景以及未来是否还具备一定的竞争力。本文主要从营业收入增长率和净利润增长率来考察沃尔德的成长能力变动情况。2019年至2021年,沃尔德营业收入增长率的增速比较稳定,维持在13%左右,在2022年完成对鑫金泉的并购,沃尔德的营业收入增长率出现了28.07%的峰值,并且超过了行业均值26.39%,主要考虑为并购过程中鑫金泉业绩承诺所做的贡献,而2023年,营运收入增长率骤降至0.60%,表明并购完成后出现了业绩增速放缓。反观沃尔德的净利润增长率则产生了剧烈的波动,值得注意的是在沃尔德完成并购重组之后的2022年利润增长率大幅涨至134.70%,表明产生了协同效应。从行业整体角度来看,沃尔德的营业收入增长率均低于行业均值,反映通用设备制造业整体处于扩张期,而沃尔德仅在2022年短暂超越行业均值,显示出沃尔德扩张动能不足的问题,结合上面分析的沃尔德资产负债率远低于行业均值水平,在掌握核心技术的情况下可以有序扩张产能,抢占市场。2022年收入与净利润双增,表明并购具有短期的协同潜力,但需进一步优化整合策略。

## 4 相关建议

### 4.1 优化交易结构

在原有的交易方案设计中,沃尔德采取了“股权

70%+现金30%”的交易方式,而30%的现金交易却引发了套现担忧,这导致市场信心的波动,并且这种波动也对股价的表现产生了影响。针对市场的担忧,本文建议在交易方案中降低现金交易的比例,比如,将现金交易比例降为20%,股权支付比例升至80%,在满足私募基金退出的要求以外,深化并购双方的长期利益绑定,减少短期套利的动机,从而为市场提供更多的信心。此外,股权的锁定期也可由之前的4年调整至5年,然后将股权分段解锁的比例设置为5%、10%、15%、30%、40%。延长股权锁定期可以使双方的利益深度融合,降低代理成本。

### 4.2 业绩承诺动态化

在此次并购案例中采用的业绩承诺考核方案是对净利润绝对值的考核,这种考核方式忽略了行业周期的波动和协同效应的相关指标。单从利润贡献的角度来考察并购后业绩承诺未免笼统,本文建议增添多元化的考核指标,比如,增加对净利润现金比率进行考核,用于考核盈利质量,防止其虚增利润,这样以来便又增加了一项指标考察财务上的协同性;增加交叉销售订单金额的业务要求,用于评估客户资源的协同效果;增加联合研发专利数的考核,用于反映技术整合效率,加深双方在技术层面的融合。

### 4.3 完善商誉减值预警机制

在原有方案中商誉减值的管理主要依赖会计准则的年度测试,并没有明确建立专门的商誉减值预警机制,而商誉是市场考量企业风险的一个重要因素,尤其是在业绩波动期,可能会放大市场对企业的担忧。因此,本文建议应设置动态商誉预警指标,在方案设计中应为指标设置合理的预警阈值,并设置三级预警机制:轻度、中度和重度。根据不同的预警程度设置合理的响应措施。

## 参考文献

- [1]王梅婷,余航.国有企业并购重组的趋势、模式和挑战[J].经济学家,2017(08):5-11.
- [2]刘建勇.并购资产相关性、整合程度与业绩承诺实现[J].当代财经,2023.6-9.
- [3]张贝贝.企业资产重组存在的财务问题及对策研究[J].企业论坛.2017(2):20.
- [4]郑宇豪.我国企业并购效应的影响因素分析[J].经营与管理,2017,(09):30-32.
- [5]余鹏翼、王满四.上市公司董事多重职位与企业并购效应研究[J].中国科学,2018,(01):100-109.
- [6]叶璋礼.中国上市公司并购效应的实证研究[J].统计与决策,2013(7):165-168.